

分类号_____

密级_____

U D C_____

编号_____

厦 门 大 学

博 士 后 研 究 工 作 报 告

资本结构动态调整研究

博 士 后 屈耀辉

工作完成日期 2007 年 3 月 5 日

报告提交日期 2007 年 6 月 5 日

厦门大学

二 零 零 七 年 六 月

资本结构动态调整研究

The Study On the Dynamic Adjustment of Capital Structure

博 士 后 姓 名 屈耀辉

流动站（一级学科）名称 厦门大学工商管理博士后流动站

专 业（二级学科）名称 会计学

研究工作起始时间 2005 年 7 月 1 日

研究工作期满时间 2007 年 7 月 1 日

厦 门 大 学

二 零 零 七 年 六 月

厦门大学博士后研究工作报告著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用博士后研究工作报告的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交该报告的纸质版和电子版，有权将该报告用于非赢利目的的少量复制并允许该报告进入学校图书馆被查阅，有权将该报告的内容编入有关数据库进行检索，有权将博士后研究工作报告的标题和摘要汇编出版。保密的博士后研究工作报告在解密后适用本规定。

本研究报告属于： 1、保密（ ）， 2、不保密（ ）

纸本在 年解密后适用本授权书；

电子版在 年解密后适用本授权书。

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

内容摘要

自 MM 理论以来，资本结构研究的理论获得了极大的进展，各种理论纷呈，基于此，有许多学者对资本结构理论做过梳理，力求系统的理解资本结构理论。但是，虽然有众多的理论文献梳理的研究，笔者却发现，这些梳理文献多数是简单的各种理论的时序堆列，并没有很好的把握 MM 理论以来资本结构理论发展的本质共同点，这个本质共同点就是，公司之所以选择这样一个资本结构或者说之所以这样调整资本结构，就是因为趋利避害这个动机，也就是说，各种理论的一个共同点就是解释资本结构动态调整的动机。从权衡理论到信号理论，从与公司治理相结合的资本结构理论到与产业组织学相结合的资本结构理论，从行为经济学渗入的资本结构理论到交易成本经济学内置的资本结构理论等等，无不是为了解释资本结构动态调整的动机，基于此，本报告以资本结构动态调整的‘动机’为切入点和主线对各种资本结构理论展开梳理，并在此基础上，进一步展开研究，全文共分 6 章，其结构安排顺序为：导论、资本结构动态调整动机的理论解释、资本结构动态调整的影响因素、资本结构动态调整目标的存在与确定、融资工具选择顺序及资本结构调整速度的分析、资本结构动态调整实证研究。

本研究的意义主要有如下两点：

1. 理论意义在于：使得对资本结构动态调整有了更深刻的认识，明确了后续的研究方向。
2. 现实意义在于：为企业制定竞争战略、做出战略布局、选择负债水平等提供了一个理论指导，也为有关利益各方理解自己的竞争对手、投资对象、生产厂商的行为提供了一些信息。

纵观全文，本研究有如下六个突破点：

1. 以‘资本结构调整动机’为主线，对资本结构理论研究文献进行了细致的梳理，丰富了资本结构梳理文献。
2. 对‘资本结构调整动机’和‘资本结构影响因素’做了区隔，认为两者是不同的，并在此基础上对资本结构影响因素的影响机理、实证状况、替代指标、以及替代指标差异做了分析。
3. 对‘公司存在目标资本结构’做了论证，认为公司存在目标资本结构，并在此基础上，讨论了目标资本结构的确定思路、计算方法、中国上市公司是否趋向目标资本结构调整等问题。
4. 对‘中国上市公司的融资工具选择顺序进行了分析’，发现样本总体上是支持融资优序理论，但分类分析则发现，既不完全支持也不完全否定融资优序理论以及股权融资偏好的说法。
5. 对‘中国上市公司资本结构的调整速度进行了细致的分析’，发现中国上市公司资本结构年度间的调整速度很小；趋向和背离目标水平调整资本结构均是公司常见的行为；似乎本期调整速度与上期调整速度负相关显著。
6. 对‘资本结构动态调整与审计意见、工资支付、交易成本、资本密度、产品定价、购销协议、战略效应的关系’进行了实证分析，发现资本结构动态调整确实与以上这些方面有着密切的关系。

关键词 资本结构 动态调整 面板数据

ABSTRACT

Capital structure theory have had a great development and kinds of standpoints gushes from MM theory appearing on the field of vision of people, which induces a great number of scholars reorganizing those theories in order to understand systematically capital structure theory. Through a lot of studies of literature of reorganization have emerged, the author finds most of the literatures of reorganization just are a kind of piles of kinds of theories, which don't grasp the essence of development of capital structure theories after MM theory rises. The essence is that the reason of choose the capital structure or why firm carry out such an adjustment of capital structure is seeking advantages and avoiding disadvantages. That is to say, the common idea of kinds of theories are explaining motive of adjustment of capital structure which includes trade-off theory, information theory, capital structure theory linking with corporate governance theory, capital structure theory combining with industry organization theory, capital structure theory soaked through behavioural economics, capital structure theory integrating transaction cost economics etc. So, the report takes motive of the dynamic adjustment of capital structure as the subject and main motif on which kinds of viewpoints are organized, and then the further study evolves from this. The report has 6 chapters, Which are the introduction, the theory explains of motive of dynamic adjustment of capital structure, the determinants of dynamic adjustment of capital structure, the exists and computation of target capital structure, China listed corporate choose order of financing instruments and an analysis for speed of dynamic adjustment of capital structure, and an empirical analysis of the dynamic adjustment of capital structure.

The report has 2 pieces of meaning. The first is its theoretical significance, which leads to more deep understand to the dynamic adjustment of capital structure and clears later period study direction. The second is its real significance, which provides a theoretical guide for corporate making competitive strategy and tactics and selecting debt level and some information for understanding behaviour of competitors, invest objects, and firms.

The report makes 6 pieces of breakthrough by taking a panoramic view of the whole paper. The first is reorganizing literatures of studies of capital structure on the base of motive of dynamic adjustment of capital structure, which riches literatures of organizing of capital structure; the second is making a distinction between the motive of dynamic adjustment of capital structure and the determinants of dynamic adjustment of capital structure, on the base of which the paper analyzes determinants of capital structure' effect mechanism, empirical study situation, replace index, and difference of the replace indexes; the third proves that the corporate ought to exists target capital structure, on the base of which the paper discusses target capital structure' computation ieal and methods, and if China listed corporate of adjustment of capital structure tend to target level etc; the forth is analysis on financing order of chinese listed companies and the findings is that the overall sample accepts the pecking order theory, but the concrete instance support partly both the pecking order theory and preference of equity financing viewpoint; the fifth is detailed analysis of adjustment speed of Capital Structure of Chinese-listed Companies and the findings are that the adjustment speed of

capital structure of Chinese-listed companies is little, that the moving towards and moving away target level are an usual behavior of firms, and that it seems show that this period adjustment speed correlates significantly and inversely prior period it; the sixth is the empirical study relation between the dynamic adjustment of capital structure and the audit opinions, the wages pay, the transaction costs, the capital intensity, the product price, the buy-sell contract, the strategy effect, and the finding is that there is intimate relation between them.

Keywords Capital Structure Dynamic Adjustment Panel Data

目 录

第一章 导论

- 第一节 问题的提出及其研究意义
- 第二节 研究方法和结构安排
- 第三节 资本结构的定义

第二章 资本结构动态调整动机的理论解释

- 第一节 权衡理论与资本结构动态调整
- 第二节 公司治理理论与资本结构动态调整
- 第三节 信息不对称理论与资本结构动态调整
- 第四节 战略管理理论与资本结构动态调整
- 第五节 行为经济学与资本结构动态调整
- 第六节 交易费用理论与资本结构动态调整

第三章 资本结构动态调整的影响因素

- 第一节 资本结构影响因素理论简介
- 第二节 公司本身的主要影响因素
- 第三节 公司外部的主要影响因素

第四章 资本结构动态调整目标的存在与确定

- 第一节 公司应该存在目标资本结构
- 第二节 公司如何确定目标资本结构
- 第三节 中国上市公司的目标资本结构
- 第四节 中国上市公司的资本结构是否趋向目标水平调整呢？

第五章 融资工具选择顺序及资本结构调整速度的分析

- 第一节 融资工具选择顺序分析
- 第二节 资本结构调整速度及其影响因素分析
- 第三节 趋向及背离目标水平调整的行为分析

第六章 资本结构动态调整实证研究

- 第一节 资本结构动态调整与审计意见
- 第二节 资本结构动态调整与工资支付
- 第三节 资本结构动态调整与交易成本
- 第四节 资本结构动态调整与资本密度
- 第五节 资本结构动态调整与产品定价
- 第六节 资本结构动态调整与购销协议
- 第七节 资本结构动态调整与战略效应

参考文献

致谢

博士生期间发表的学术论文、专著

博士后期间发表的学术论文、专著

个人简历

联系地址

CONTENTS

Chapter 1 Introduction

- 1.1 Putting question and its significance
- 1.2 The research methods and The frame of the report
- 1.3 The definition of capital structure

Chapter 2 Theory explains of motive of dynamic adjustment of capital structure

- 2.1 Trade-off theory and The dynamic adjustment of capital structure
- 2.2 Corporate governance theory and The dynamic adjustment of capital structure
- 2.3 Information asymmetrical theory and The dynamic adjustment of capital structure
- 2.4 Strategy management theory and The dynamic adjustment of capital structure
- 2.5 Behavioural economics and The dynamic adjustment of capital structure
- 2.6 Transaction costs economics and The dynamic adjustment of capital structure

Chapter 3 The determinants of dynamic adjustment of capital structure

- 3.1 Brief introduction of determinants of capital structure theory
- 3.2 corporate itself determinants of dynamic adjustment of capital structure
- 3.3 Outside corporate determinants of dynamic adjustment of capital structure

Chapter 4 The exists and computation of target capital structure

- 4.1 The exists of target capital structure
- 4.2 How to compute target capital structure
- 4.3 China Listed corporate target capital structure
- 4.4 Does China Listed corporate of adjustment of capital structure tend to target level

Chapter 5 China Listed corporate chooses order of financing instruments and an analysis for speed of dynamic adjustment of capital structure

- 5.1 An analysis of China Listed corporate chooses order of financing instruments
- 5.2 An analysis for speed and its determinants of dynamic adjustment of capital structure
- 5.3 An analyzes adjustment behavior of tending to and deviating from target Capital Structure of Chinese-listed Companies

Chapter 6 An empirical analysis of the dynamic adjustment of capital structure

- 6.1 An empirical analysis for relation between the dynamic adjustment of capital structure and the audit idea
- 6.2 An empirical analysis for relation between the dynamic adjustment of capital structure and the wages pay
- 6.3 An empirical analysis for relation between the dynamic adjustment of capital structure and the transaction costs

- 6.4 An empirical analysis for relation between the dynamic adjustment of capital structure and the capital intensity
- 6.5 An empirical analysis for relation between the dynamic adjustment of capital structure and the product price
- 6.6 An empirical analysis for relation between the dynamic adjustment of capital structure and the buy-sell contract
- 6.7 An empirical analysis for relation between the dynamic adjustment of capital structure and the strategy effect

Bilbliography

Thanks

Achievement during doctor

Achievement during postdoctoral

Concise biography

Connection address

第一章 导论

资本结构是个既老又新的研究课题，之所以说它‘老’，是因为自从类似于企业这种经济活动单位存在以来，资本结构就出现了，它是企业的骨骼，它是企业的血液，它是企业的肌肉，受到关注的时间之早之多恐怕是没人能真正说得清的，每一个企业主、每一个企业问题研究者、甚至关注企业的政府都绕不开它。总之，它是一个老的不能再老的话题了。另一方面，之所以说它‘新’，是因为关于‘资本结构之谜’至今我们还没有彻底弄清它，于是不断有学者加入对它的研究行列中，前仆后继，研究的文献源源不断的涌现出来，千姿百态的，愈是如此，学者们愈是发现，想彻底搞清它很难，对同一个问题总是会出现几种不同甚至截然相反的观点或者结论。对于资本结构你根本就不能用‘是’或‘否’来回答它，这无疑也造成了它的独特魅力，就象一个丰姿妖娆、明眸善睐的少女，总是成为一个‘新’的话题或者总会有一个新的观点源于它。本章主要是对为什么做这样一个研究报告做出回答，这个报告有什么意义，这个报告的结构是怎样安排的等等。

第一节 问题的提出及其研究意义

一、问题的提出

自 Modigliani 和 Miller 在 1958 年提出 MM 理论以来，关于资本结构理论获得了极大的发展，学者们从各个不同角度对资本结构展开了研究，提出许多极富创造性的理论，这些理论的提出使人们对资本结构的认识更加全面更加深入。例如，基于权衡理论，公司为了获得税收利益或降低权益的代理成本而会增加负债，也会为了避免破产或因负债的代理成本而降低负债水平。基于公司治理理论，管理层会基于防御接管的威胁、或外界投资者的反映、或个人私利的考量等理由，上调或下调资本结构来实现其目的。基于信息不对称理论，为了传递出某种信号、或有利于外部人做出区隔、或风险转移等，公司或者管理层就会做出增加或降低负债融资的决定。按照战略管理理论，在公司与竞争者、进入者、供给者、消费者、雇员的博弈过程中，为了获得某种利益或获得某种优势，公司的管理者就会通过增加或降低负债融资来向与之博弈的一方做出某种战略承诺，以期实现自己的目标。依据行为经济学的分析，管理层也会基于自己的声誉偏好或风险偏好而做出增加或降低负债融资的决策。交易成本理论则从资产的专用性角度解释了公司为何进行负债融资的理由。总之，最近几十年的理论发展，对资本结构动态调整做出了多种解释，但是，这些五彩纷呈的理论也会给我们一个眼花缭乱的感觉，尽管有许多学者对这些理论做过梳理，但是这些梳理，有的是基于资本结构理论的演变历史而做的整理，如沈艺峰(1999)；有的则是对各种资本结构理论均做了详细的整理，但是这些理论之间却没有一个共同的基调或线索来串连，如 Harris 和 Raviv(1991)；有的只是对各种资本结构理论进行了综述，如肖作平(2004)；有的将零散的资本结构理论归纳为几个范式如企业价值范式、均衡结构范式等等，如朱小平和叶友(2003)。基于资本结构动态调整‘动机’角度的文献梳理尚未看到，这就为笔者提供了一个研究的角度，即从资本结构动态调整的动机角度对有关理论做个梳理，以弥补资本结构研究的空缺。这接着又引出如下问题：

1. 影响资本结构动态调整的因素有哪些呢？目前，关于资本结构影响因素的分析和研究的文献是非常丰富的，但是在文献调研的过程中，笔者发现，许多研究没有很好的区隔影响因素和动机，比如说，一些学者将所得税也作为一个影响因素，其实如果按照权衡理论解释的话，所得税是一个动机性因素，即公司基于获得利息的避税好处而做出增加负债的决定，再如财务困境也是一个动机性因素，为了规避财务困境，管理层就会做出降低负债水平的决定。这也就是说，动机性因素是做出决策的原因，而影响因素则是影响决策实现的因素，比如公司规模这个因素，对于大公司而言，如果公司做出负债融资的决策后，则相对于小公司而言，大公司通常会较易获得负债融资的，这是因为相比于小公司，大公司的盈利稳定、抵押能力强、声誉相对良好，这都使得大公司易于还债。另外，公司规模也会影响公司是否做出负债融资的决策，因为大公司的现金流通常比较充沛，按照融资优序理论，大公司会首选内部融资的。由此可见，影响因素和动机是不同的，不仅起的作用不同，而且影响机理也不同，但是许多学者没有对此做出区隔，将一些动机性因素归为影响因素来研究。当然，广义的讲，动机性因素归为影响因素也未尝不可，但是严格讲来，这是不合适的，于是，这就为笔者提供一个新的研究机会：确定哪些因素属于影响因素，这些因素的影响机理是什么？有哪些代理指标可供选择，这些指标又有什么差异？

2. 资本结构动态调整有目标吗？当公司做出资本结构调整时，是依据需求而调整的，还是有个确定的目标水平，即公司是否存在目标资本结构呢？如果存在目标资本结构的话，公司又是如何来确定目标资本结构的，确定的思路是怎样的呢？有那些方法可以利用呢？中国上市公司的目标资本结构是多少呢？各行业的目标资本结构是多少呢？有无差异呢？中国上市公司的资本结构调整是否围绕目标水平来调整呢？这一系列非常具体的问题都期待者我们做出回答。当然，有学者对以上的某些问题或某个问题做过研究，但是文献调研显示，这些研究一般是不够详细的或者是不够深入的，这就使得笔者有了一个系统完善的回答这些问题的机会。

3. 中国的上市公司的融资顺序是怎样的呢？资本结构做出动态调整，这有两种调整方向：上调和下调，上调可以通过增加负债融资并且若同时有权益融资的话，权益融资的规模应小于负债融资规模才可以实现；下调则可以通过还债或者只通过进行权益融资或者是权益融资规模大于负债融资规模就可以实现。但按照融资优序理论，一般而言，公司通常只会依照某种顺序先选择一种方式来融资，如果还不能满足需要的话，就会通过第二种、第三种融资方式进行融资。那么中国的上市公司是否也会遵循流行于西方的优序融资顺序呢？即留存收益、负债、权益，还是如流行于中国的股权偏好的观点优先选择权益融资呢？这就给笔者一个考察一下这个问题的动力。

4. 资本结构动态调整的速度是怎样的呢？关于资本结构调整速度的研究，有学者做过，如连玉君(2005)、肖作平(2004)、童勇(2004)等，但是这些研究对资本结构调整速度的研究都较粗糙，这是因为他们的研究重心不是资本结构调整速度而是其他别的内容，这就使得他们提供的答案通常是笼统的，甚至是相互矛盾的，研究的也不是很细致，而且对某些问题没有做出回答，比如说，本期的调整速度和上期的调整速度有无关联呢？公司并不是总是趋向目标水平来调整的，有时会做出背离目标水平的调整，那么影响趋向和背离调整的影响是否相同呢？这些问题的存在使得笔者有机会对资本结构动态调整的速度展开进一步和更详细的研究。

5. 关于资本结构动态调整的实证研究是否多吗？文献调研的结果显示，从资本结构动态调整角度

展开实证研究的论文还是相对较少的，或是研究的不够细致，或者是缺乏对某个方面的研究，这在中国尤其如此，这就为笔者提供一个动机：实证分析一下资本结构动态调整与某些因素的关系，比如说，与审计意见的关系、与工资支付的关系、与资本密度的关系、与产品定价的关系、与购销协议的关系等。

二、研究的意义

研究的意义主要有两点：

1. 它的理论意义在于：使得对资本结构动态调整有了更深刻的认识，明确了后续的研究方向。
2. 它的现实意义在于：为企业制定竞争战略、做出战略布局、选择负债水平等提供了一个理论指导，也为有关利益各方理解自己的竞争对手、投资对象、生产厂商的行为提供了一些信息。

第二节 研究方法和结构安排

一、研究方法

本文以公司资本结构动态调整为研究中心，从资本结构动态调整的有关文献梳理开始，依次对资本结构动态调整的影响因素、目标水平、调整速度展开分析，然后对资本结构与其它因素的动态互动关系展开理论分析和实证检验。文章综合运用各种资本结构理论、以及统计学和计量经济学等方法，借用统计软件，采用规范分析法、实证分析法、比较分析法等研究方法，沿着‘理论研究→实证分析’的研究路线，对‘资本结构动态调整’展开系统研究。

二、结构安排

文章共六章，具体的结构安排如下：

第一章 导论。这一章主要解决这么几个问题：问题的提出及其研究的意义；研究方法及其结构安排是怎样的；资本结构的涵义及本文的界定。分三节来阐述这三个问题。

第二章 资本结构动态调整动机的理论解释。这一章主要是采用权衡理论、公司治理理论、信息不对称理论、战略管理理论、行为经济学、以及交易费用理论六个理论来解释资本结构动态调整的动机。每个理论占一节，分六节来论述。

第三章 资本结构动态调整的影响因素。这一章主要要解决三个问题：资本结构影响因素理论主要有哪些观点；影响资本结构动态调整的公司本身的因素主要有哪些；影响资本结构动态调整的公司外部的因素主要有哪些。分三节来进行分析。

第四章 资本结构动态调整目标的存在与确定。这一章有四个问题需要回答：公司是否存在目标资本结构；公司如何确定目标资本结构；中国上市公司的目标资本结构；中国上市公司的资本结构是否趋向目标水平调整呢？分四节来依次回答。

第五章 融资工具选择顺序及资本结构调整速度的分析。这一章主要分析三个问题：融资工具选择顺序、资本结构调整速度及其影响因素；资本结构趋向及背离目标资本结构调整的行为。所以，使用三节来分析。

第六章 资本结构动态调整实证研究。这一章做七个不同的实证研究：资本结构动态调整与审计意见的关系、与工资支付的关系、与交易成本的关系、与资本密度的关系、与产品定价的关系、与购销

协议的关系、以及与战略效应的关系。这七个关系是不相同的，所以，分七节来进行分析。

三、突破之处

纵观全文，有如下六个突破点：

1. 以‘资本结构结构调整动机’为主线，对资本结构理论研究文献进行了细致的梳理。
2. 对‘资本结构调整动机’和‘资本结构影响因素’做了区隔，认为两者是不同的，并在此基础上对资本结构影响因素的影响机理、实证状况、替代指标、以及替代指标差异做了分析。
3. 对‘公司存在目标资本结构’做了论证，认为公司存在目标资本结构，并在此基础上，讨论了目标资本结构的确定思路、计算方法、中国上市公司是否趋向目标资本结构调整等问题。
4. 对‘中国上市公司的融资工具选择顺序进行了分析’，发现中国上市公司既不完全支持也不完全否定优序融资理论以及股权融资偏好的说法。
5. 对‘中国上市公司资本结构的调整速度进行了细致的分析’，发现中国上市公司资本结构年度间的调整速度很小；趋向和背离目标水平调整资本结构均是公司常见的行为；似乎本期调整速度与上期调整速度负相关显著。
6. 对‘资本结构动态调整与审计意见、工资支付、交易成本、资本密度、产品定价、购销协议、战略效应的关系’进行了实证分析，发现资本结构动态调整确实与以上这些方面有着密切的关系。

第三节 资本结构的涵义

前边我们提出了笔者为什么要研究资本结构动态调整的理由及其意义，于是这里涉及到的一个很关键的问题必须提前得到解决，这个问题就是资本结构的涵义，不首先解决这个问题后续的研究就没法展开，一方面这是因为理解后文的需要，另一方面则是因为对资本结构的定义不同，后续的研究就会有不同的结论。

一、资本结构的涵义

资本结构，简单来说，就是指企业各种资本的构成及其比例关系，或者是各部分占资本总额的比例关系。对一个企业而言，其资本有多种来源形式，既有来源于企业所有者的实收资本，也有来源于企业内部的资本公积金、利润留成；既有来源于供应商的应付帐款和应付票据、雇员的应付工资、政府的应交税金、股东的应付股利、债权人的应付利息，也有来源于银行的各种借款；既有来源于各种债券发行获得的负债资本，也有来源于各种股票发行的权益资本；既有优先支付红利但没有表决权的优先股票资本，也有具有表决权的普通股票资本；既有可以转换为股票的债券资本，也有不可转换为股票的债券资本。这些资本既有长期的，也有短期的；既有需要归还的，也有不需要归还的；而且这些资本所起的作用也不完全相同。按照 Masulis(1988)观点，‘广义上来说，资本结构含盖了一个公司（包括它的子公司）的公募证券、私募证券、银行借款、往来债券、租约、纳税义务、养老金支出、管理层和员工的递延补偿、绩效保证、产品售后服务保证和其他或有负债’。即资本结构代表了一个公司资产的主要权利。

也正是由于资本的形式及其作用的多样性，对资本结构的理解也就有多种形式：归纳起来主要有以下三种观点：①自有资本结构论，该观点把资本仅定义为权益资金来源，即权益资金内部各组成部

分之间的关系，如实收资本、资本公积金、留存收益之间的比例关系。这种观点并不常见。②长期资本结构论，该观点认为资本指的是企业的长期资本，即权益资本和长期债务资本。短期负债作为营运资本处理，不属于资本结构的研究范畴（沈艺峰，1999；方晓霞，1999）。③全部资本结构论，研究的是企业全部资本结构的构成比例（傅元略，1997；张维迎，1998；伍中信，1999）。相对于第二种观点，它不仅包括长期资本（权益资本和长期债务资本），还将短期债务资本也包含在内。但是，按照Migginson(1997)的观点，相对于负债率、杠杆率和其他衡量一个公司总负债情况的术语，资本结构通常严格地用于支持公司运作的‘永久性或长期资本’。财政部注册会计师考试委员会办公室编的《财务管理（2003）》第230页对资本结构的界定也是如此，也就是说，长期资本结构论也是个得到官方认可的资本结构定义。另外，由于各种资本既有帐面价值也有市场价值，所以，对于资本结构既有采用面值计算的（Marsh，1982；洪锡熙和沈艺峰，2000；肖作平和吴世农，2002；黄贵海和宋敏，2004），也有采用市价计算的（冯根福等，2000；王娟和杨凤林，2002）；还有的既采用面值计算也采用市价计算（Titman 和 Wessels，1988；李义超，2003）。这样一来，就产生了众多的描述资本结构的指标。

基于表征资本结构的指标很多，一些学者对各种类型的资本结构指标做了一些比较工作。如张维和张浩(2005)¹对于8种类型的资本结构做了比较分析，其分析的思路是这样的：一是计算用不同指标表征的资本结构的相关系数矩阵，直接观察其差异；二是以行业为哑变量对资本结构进行线性回归，以比较不同表征指标在解释行业因素时的差异；三是以公司特征因素对资本结构进行线性回归，比较不同表征指标在解释公司特征因素时的差异。由表1-3-1可知，帐面值指标和市值指标之间的相关系数很高，分别为0.845、0.951、0.862、0.921；负债类指标和借款类指标的相关系数也比较高，TL、LL和TA、LD面值时分别为0.893、0.820，市值时分别为0.925、0.846。由表1-3-2可知，帐面值指标和市值指标的行业回归结果没有明显差异；但是，两个负债类指标的回归模型无论是面值还是市值均很显著，也就是说，各行业表现的差异较为显著；而两个借款类指标的回归模型无论是面值还是市值均不显著，也就是说，各行业表现的差异不显著。按照张维和张浩的解释，造成这个差异的原因可能是：国内上市公司非借款类负债部分行业间存在很大差异，而借款类负债部分不存在行业间差异，或者行业差异不显著。由表1-3-3可知，帐面值指标与市值指标在对各变量的估计系数上是一致的，只是具体数值上略有差异，从判决系数看，市值指标要优于面值指标，但是由于没有一个绝对的标准来评判判决系数的优劣，所以，并不能得出市值指标比面值指标更好的结论。依据张维和张浩的分析，由于流动负债中存在大量如应付帐款、应付票据等不需要抵押的非借款来负债以及流动负债的高比例使得总负债和长期负债就可抵押性而言出现了差异。综合以上张维和张浩的分析，可以有如下结论，市值指标和帐面值指标没有本质差异，这一点也得到Ghandhi(1966)²的证实；对某些分析的目的而言，选用的不同的表征指标可能会不同的结果。

表 1-3-1 8 种不同资本结构表征指标的相关性

	TL1	LL1	TD1	LD1	TL2	LL2	TD2	LD2
TL1	1	0.327	0.893	0.508	0.845	0.336	0.780	0.444
LL1		1	0.372	0.820	0.331	0.951	0.387	0.768
TD1			1	0.600	0.767	0.381	0.862	0.535

¹张维、张浩，资本结构不同表征指标差异研究，西北农林科技大学学报（社会科学版），Vol.5, No.2. (March., 2005), pp.42-46.
²Ghandhi(1966)发现，‘(优先股+负债)/权益’的帐面值和市值的相关性为0.929。见 J.K.S.Ghandhi., On the measurement of leverage, The Journal of Finance, Vol.21, No.4(Dec., 1966), pp.715-726.

LD1	1	0.517	0.798	0.616	0.921
TL2		1	0.447	0.925	0.605
LL2			1	0.493	0.846
TD2				1	0.693
LD2					1

注：①本表转引自张维和张浩：《资本结构不同表征指标差异研究》一文的表 3；②TL1 和 TL2 分别表示‘总负债/总资产’的帐面值和市值，LL1 和 LL2 分别表示‘长期负债/总资产’的帐面值和市值，TD1 和 TD2 分别表示‘总借款/(总借款+股东权益)’的帐面值和市值，LD1 和 LD2 分别表示‘长期借款/(长期借款+股东权益)’的帐面值和市值；③假定负债（包括借款）的市值等于负债的帐面值，非流通股市值等于每股净资产乘以非流通股数，流通股市值等于年度月平均股价乘以流通股数。

表 1-3-2 8 种不同资本结构表征指标行业因素回归结果比较

	TL1	LL1	TD1	LD1	TL2	LL2	TD2	LD2
调整 R ²	0.052	0.059	-0.009	0.030	0.051	0.059	-0.006	0.032
F 值	2.422	2.622	0.767	1.791	2.095	2.264	0.855	1.858
显著性	0.002	0.001	0.714	0.034	0.010	0.001	0.616	0.026

注：①本表转引自张维和张浩：《资本结构不同表征指标差异研究》一文的表 4；②共有 16 个行业作为哑变量参与回归；③各行业的回归系数与 T 值省略。

表 1-3-3 8 种不同资本结构表征指标公司特征因素回归结果比较

	TL1	LL1	TD1	LD1	TL2	LL2	TD2	LD2
公司规模	0.241 ^c	0.203 ^c	0.206 ^c	0.250 ^c	0.522 ^c	0.339 ^c	0.445	0.394 ^c
盈利性	-0.282 ^c	-0.076 ^a	-0.032 ^c	-0.120 ^c	-0.291 ^c	-0.107 ^a	-0.285 ^c	-0.152 ^c
可抵押性	-0.194 ^c	0.373 ^c	-0.075 ^a	-0.256 ^c	-0.123 ^c	0.344 ^c	-0.020 ^a	0.251 ^c
股权结构	0.056 ^a	0.087 ^b	0.006	0.054	0.112 ^b	0.103 ^b	0.075 ^a	0.084 ^b
管理者持股	0.046	0.019	0.033	-0.013	0.036	0.011	0.016	-0.028
调整 R ²	0.183	0.191	0.147	0.139	0.400	0.257	0.288	0.250
F 值	21.079	22.136	16.428	15.414	60.642	32.052	37.228	30.805

注：①本表转引自张维和张浩：《资本结构不同表征指标差异研究》一文的表 5；②上标 a、b、c 分别表示在 0.01、0.05、0.1 水平上显著；③8 个指标回归的 F 值均在 0.01 水平上显著。

二、本文选择的资本结构涵义

本文选择‘总负债/总资产’的帐面值来表示资本结构。理由如下：①资本结构实质上关注的就是企业的负债资本，这一点不仅从大量的理论研究得到证实，如权衡理论、信号理论等等；而且关于资本结构的广泛的实证研究也是如此，见表 1-3-4。这其实是很合理的，相对于权益性质的资本而言，负债来源的资本终究不是企业自己的，需要按期还本付息，否则的话，无论是国外还是国内，无论是西方还是东方，企业就会被清算，企业的控制权就会转移到债权人手中。正是由于负债的刚性约束及其带来的风险，这不仅构成了企业的经营压力，而且使得负债可以传递出企业的经营状况，此外，负债也日益成为企业达到某种目的的工具和手段。这自然就使得负债成为各种资本中被企业关注的焦点。②短期负债虽然还本付息的期限比较短，但是如果从一个较长的时期来看，由于短期负债始终存在并维持在一定比例上，从这个意义上讲短期负债也是‘长期’的，这一点在我国上市公司尤其明显，根据证券监督管理委员会网站³的统计，从 1992 至今，我国上市公司长期负债所占比率一直位于 10%左右。与此同时，短期负债所占比例一直高居 40%左右。这就是说，我国上市公司长期以来一直存在短

³<http://www.csrc.gov.cn>

期负债长期化现象，忽视短期负债将造成我们对上市公司融资行为的曲解。所以，比较而言，采用广义的总负债更为合理和科学。③基于基数的不同，资本结构有两种基本的计算方法：负债/全部资本和负债/权益成本。这两种方法从本质上讲没有什么区别，但是计算的结果是有差别的，前者的结果归属于区间为 $[0,1]$ ，而后的结果的归属区间为 $[0,\infty]$ ，从判断资本结构的合理性角度讲，显然，前者的效果更好些，可以很直观的判断出资本结构是否偏高或偏低，所以，这个计算方式得到许多学者的认同，如 Gupta(1969)、傅元略(1999)、洪锡熙和沈艺峰(2000)等等，而且大量的实证论文中也使用第一种计算方式，如表 1-3-4 所示。④由于本文关注的重心是公司自身做出的资本结构调整，若使用市值，则资本结构会随着债务或股价的波动而自动被动的调整，这与本文的研究目的有些矛盾。其次，多数财务经济学家认为，同历史价值相比，市场价值更能反映出企业真实的内在价值。但是，由于股票市场的波动性，使得帐面价值更受公司财务主管的欢迎。因为市场的内在波动造成了以市场价值为基础的负债比率的大幅度波动。实际上，债务条款中对债务的限制也经常使用帐面价值而非市场价值。最后，我国上市公司的总股本中的三分之二左右是非流通股，以流通股市价或者以每股净资产来计算公司股票总价值显然均是不太妥当的。而且，我国证券市场尚不规范，与其他国家和地区的新兴股市一样，还存在着过度投机的现象。袁卫秋(2003)也认为，在分析我国上市公司的资本结构问题时应采用股权权益的帐面价值，相应的资产也应采用帐面价值。

当然，出于比较的需要，后文也可能同时对其他类型的资本结构做出研究。

表 1-3-4 各种资产负债率计算方法汇总

作者	资产负债率计算方法
Miller 和 Modigliani(1966)	总负债/总资产
Gupta(1969)	总负债/总资产、银行贷款/总资产、应付帐款/总资产
Marsh(1982)	长期负债/总负债、短期负债/总负债（帐面值）
Brandley、Jarrell 和 Kim(1984)	长期负债的帐面值/(长期负债+股东权益市场值)
Titman 和 Wessels(1988)	长期负债/权益市价、短期负债/权益市价、可转换负债/权益市价、长期负债/权益帐面值、短期负债/权益帐面值、可转化负债/权益帐面值
Rajan 和 Zingales(1995)	非权益类负债对总资产比率、借款对总资产比率、借款对净资产比率、借款对资本比率、利息覆盖率
D' Mello 和 Farhat(2002)	总负债/总资产
陆正飞和辛宇(1998)	总负债/总资产、长期负债/总资产
陈晓和单鑫(1999)	总负债率的帐面值和市值、偿债比率
傅元略(1999)	负债/总资产
洪锡熙和沈艺峰(2000)	总负债/总资产
张则斌、朱少醒和吴健中(2000)	总负债率的帐面值和市值
黄归敏和宋敏(2000)	总负债比率、长期借款及总借款的帐面值和市值
李义超(2003)	帐面资产负债率、市场资产负债率
王波（2004）	总借款/总资产，长期借款/总资产，短期借款/总资产，负债总额/总资产，(长期借款+短期借款)/净资产
吴允峰（2004）	帐面值：总负债/总资产，长期负债/(长期负债+权益的帐面值) 市值：总负债/总资产市值，长期负债/总资产市值
肖作平（2004）	总负债/总资产(市值)、流动负债/总资产(市值)、长期负债/总资产、总银行借款/总资产、短期银行借款/总资产、长期银行借款/总资产

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库